

碧水源 (300070.SZ) 环保设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

赵乾明
分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

邬煜
联系人
(8621)61038200
wuyu@gjzq.com.cn

业绩符合预期, 全年成长仍可期

事件: 公司发布 2012 年半年度业绩预告

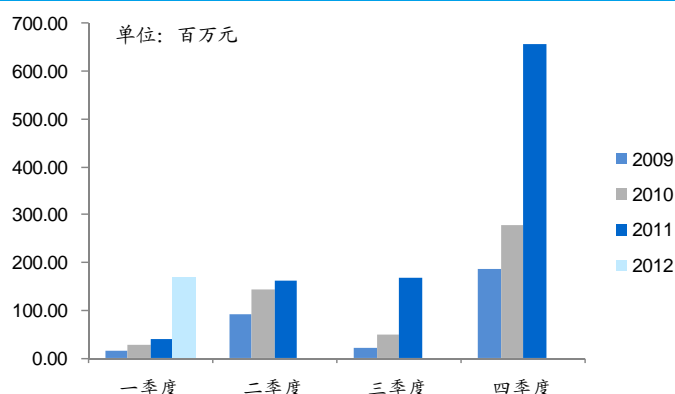
- 今日, 公司发布 2012 年半年度业绩预告, 2012 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润为 7501.98 万元-8402.21 万元, 较上年同期增长 25%-40%; 基本每股收益 EPS 为 0.136-0.153 元/股。

我们的点评与分析

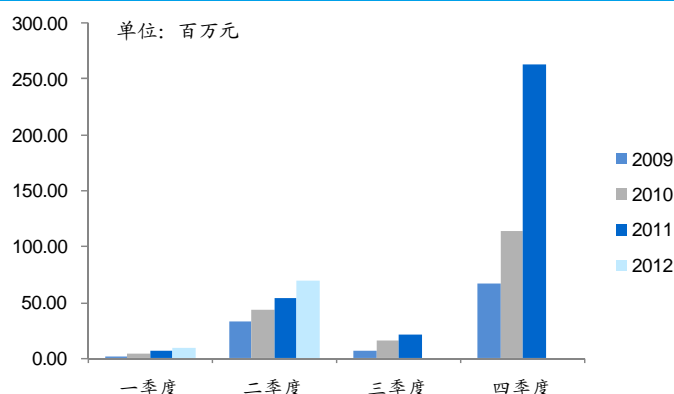
业绩符合预期, 全年高成长仍可期

- 公司 2012 年中期业绩略低于市场预期, 主要是项目实施和收入确认主要集中在下半年特别是四季度, 有明显的季节性特点; 但符合我们之前对于公司中期盈利性的判断, 对于公司全年的成长性我们仍然维持之前的预测, 预测公司 2012-2013 年 EPS 分别为 1.044 元和 1.463 元, 同比分别增长 66.36%和 40.13%, 目前股价对应 30x12PE、22x13PE。

图表1: 公司 2009-2012 年单季度营业收入情况



图表2: 公司 2009-2012 年单季度净利润情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 我们仍然维持之前对于碧水源的看法, 对于行业和公司高成长性的判断并未改变, 认为公司走在正确的路上:
 - ◆ **MBR 在我国市政污水处理领域具利基市场且成长性好:** 与传统污水处理工艺和其他膜法水处理工艺相比, MBR 凭借处理水质好、对进水要求低以及占地面积少、污泥产量小的优势占据了封闭流域中城市里市政污水处理市场&缺少土地但又需要改造以提高出水水质的城市污水处理市场&高品质回用水的前端处理的利基市场; 而我国南方水质性缺水+北方资源性缺水的现实给了 MBR 工艺在这些领域快速普及的驱动力。
 - ◆ **碧水源凭借膜丝、工程经验和利益绑定式圈地营销模式将取得快于行业增速的成长:** 碧水源率先研发出具有国际领先水平的 MBR 膜丝, 并已拥有国内运营年限最长的万吨级 MBR 工程经验, 加上与地方政府通过合资公司绑定利益来提前圈地的营销模式; 在 MBR 工艺普及趋势中获得快于行业增速的成长可能性大。
 - 1) 碧水源发展至今, 先后在无锡、南京、云南、益阳、武汉和内蒙古建立了自己的“根据地”, 跨区域复制的能力进一步得到了验证, 也证明了我们之前对于公司的判断: 通过与地方政府合作成立专营水务的合作子公司方式, 巧妙利用自身的超募资金优势, 将其转化为水务项目的启动资金, 并以此为起

点放大财务杠杆，最后转化为自身的工程设备业务利润，也就是以资本带项目，以项目带产品的经营模式。

- ◆ 在立足于市政污水处理领域的同时，以自身膜技术为基础，积极沿产业链横纵向扩张：公司先后收购了普瑞奇、久安建设，并设立了碧水源固体废物处理科技有限公司，业务领域分别延伸至工业废水、市政工程建设以及污泥固废领域，并且和三菱合作成立合资公司，逐渐进入高端膜应用市场。

图表3：公司跨区域以及产业链扩张情况

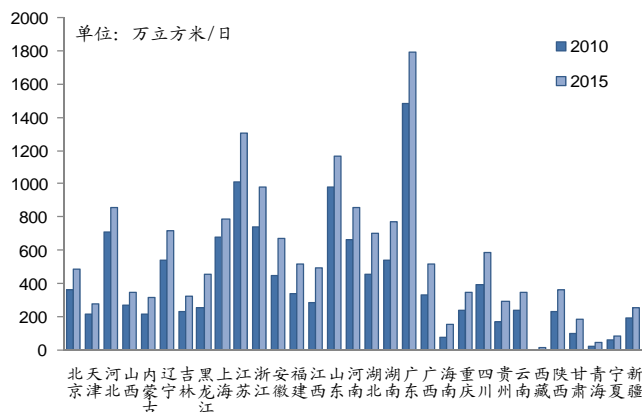
类别	公司	领域	备注
跨区域扩张	昆明滇投碧水源	市政污水	碧水源以自有资金出资占49%的股权；昆明滇投出资3060万元，其中货币出资500万元、资产出资2560万元，占51%的股权。新公司成立后拟主要承接昆明城区整体污水处理工作，包括昆明第九、第十污水处理厂的建设和建设工作；启动安宁30万吨污水再生利用的前期筹备工作等。
	云南水投碧水源	市政污水	碧水源以超募资金出资占新公司49%的股权；云南水务产业投资有限公司以其旗下所有优质水务资产为出资内容，占新设公司51%的股权。新公司的经营范围主要以包括膜及相关产品和技术应用为核心，负责城市供水、污水处理、中水回用以及水务固废废弃物处理等环境治理项目的投资、建设、运营业务，以及市政基础设施的投资与建设。
	南京城建环保水务投资	市政污水	碧水源与南京市城市建设投资控股（集团）有限责任公司签订正式《合作协议》，合资公司名称由前次公告的南京水务科技有限责任公司变更为南京城建环保水务投资有限公司；注册资本由原定的2亿元，变更为1.5亿元，碧水源出资额由前次公告的1.3亿元变更为7500万元，持有合资公司的比例由65%变更为50%，新公司由南京市城市建设投资控股（集团）有限责任公司控股。
	湖南益阳碧水源	市政污水	碧水源以货币出资5760万元（超募资金），占新公司72%的股权；益阳城投以货币出资2240万元，占新公司28%的股权。新公司的经营范围主要以包括膜及相关产品和技术应用为核心，负责建设膜内衬生产基地，开展城市供水、污水处理、中水回用以及水务固废废弃物处理等环境治理项目的投资、建设、运营及技术服务业务，以及扩展其他环保及生态产业的相关业务。
	内蒙古东源水务科技发展有限公司	市政+工业污水	双方均以现金出资，其中公司以货币出资4900万元（超募资金），持有新公司49%的股权；内蒙古东源宇龙王实业（集团）有限责任公司以货币出资5100万元，持有新公司51%的股权。新公司的经营范围：污水处理和污水、污泥资源化以及饮用水安全和民用及工业供水领域的技术与开发、环保核心设备制造、技术服务、托管运营；水务工程技术服务、施工、咨询、托管运营、水利工程、水利枢纽管理、水资源管理；生态工程建设、生态修复、小流域治理、水土保持；水务领域投资、咨询。
	武汉武钢碧水源环保技术有限责任公司	市政+工业污水	双方均以现金出资，其中公司以货币出资14700万元（超募资金），持有新公司49%的股权；武汉钢铁工程技术集团有限责任公司以货币出资15300万元，持有新公司51%的股权。新公司的经营范围：从事市政自来水及污水处理膜及环保设备的生产、销售；承接冶金废水、市政自来水及污水工程，进行TOT项目及BOT项目投资运营等。
	新疆科发环境资源股份有限公司	市政+工业污水	公司以货币出资1,490万元（自有资金），占新公司29.8%的股权。新公司主要以提供工业与市政给排水处理及再生化利用、生态建设等与环保相关的整体技术解决方案为主，包括技术方案设计与提供、系统集成、工程与运营技术服务、生产与提供核心设备等，同时提供其它工业固废等资源再生化技术解决方案。
产业链延伸	鄂尔多斯奥源排水有限责任公司	市政	各方均以现金出资，其中公司以货币出资2600万元（自有资金），持有新公司26%的股权；鄂尔多斯市市政排水公司以货币出资3300万元，持有新公司33%的股权；内蒙古东源实业公司以货币出资2600万元，持有新公司26%的股权；大奥投资控股公司以货币出资1500万元，持有新公司15%的股权。新公司的定位：主要面向内蒙古鄂尔多斯市康巴斯新城城市给排水项目，承担新区给排水项目的投资、建设和运营，并推动膜技术在该市的广泛应用，高起点解决新区的水污染与水资源短缺问题，实现污水的完全循环利用。
	普瑞奇环境工程	工业废水	碧水源持有其51%的股权，普瑞奇公司的目标市场和目标客户定位主要集中在中石油、中石化、中海油和石化集团，以及煤化工、精细化工、制药以及食品等行业的中大型企业，业务领域包括给水处理、工业特种废水和市政污水处理、污水深度处理与回用、工业固体废物（包括危险废物）处置、废气处理，在石油、化工行业具备一定的市场资源和技术积累。
	北京久安建设投资集团	工程服务	公司将持有久安公司50.15%的股权，久安公司拥有市政公用工程施工总承包一级资质、机电设备安装工程专业承包资质、管道非开挖工程专业承包资质等六项专业工程承包与施工资质。久安公司在水处理领域的工程服务和设备安装方面具有丰富的经验。
	北京碧水源固体废物处理科技有限公司	固废污泥	碧水源以货币出资480万元（自有资金），占新公司96%的股权；石艾帆先生以货币出资20万元，占新设公司4%的股权。新公司成立后将主要致力于新的污泥和固废处理处置项目，拟申请的经验范围包括：污泥及固废技术开发、推广和应用；污泥及固废技术服务和咨询；研发、销售以及委托加工污泥和固废机械设备等。
	无锡碧水源丽阳膜科技有限公司	膜产品	碧水源以超募资金出资2215.2万元，持有新公司39%股权；三菱丽阳出资2896.8万元，持有新公司51%股权；碧水源控股子公司碧水源环境科技公司出资568万元，持有新公司10%股权。新公司负责中空纤维微滤膜、中间产品及膜相关产品的生产、以及中间产品及膜相关产品的销售、膜相关产品的研发。
北京京久安环境科技发展有限公司	生态修复	公司的控股公司北京久安建设投资集团有限公司拟以自有资金人民币3000万元对外投资设立全资子公司北京京久安环境科技发展有限公司；新公司成立后，将整合已有的业务并专业开展生态修复、构造湿地、水景观等领域相关方面业务。	

来源：公司公告，国金证券研究所

政策和投资支持明确，确保行业持续发展

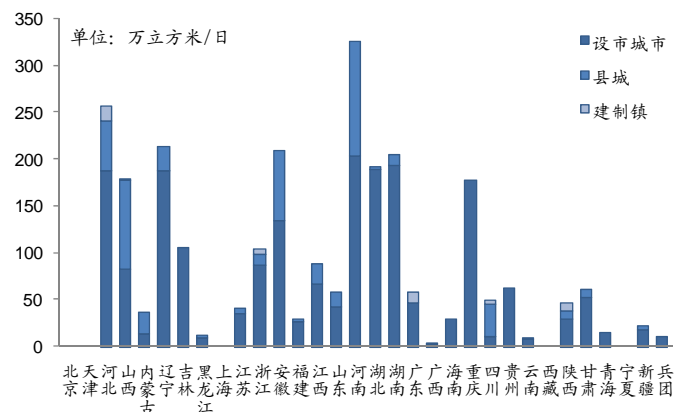
- “十二五”期间，全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资近 4300 亿元；其中明确了要提升污水处理能力、加快污水处理升级改造以及推动再生水利用和污泥设施建设；对于在重点流域和重点水源地等地区的新增污水处理能力**要选择具备除磷脱氮的工艺技术**，并且要求**大力改造除磷脱氮功能欠缺的水厂**。
- ◆ 提升污水处理能力：“十二五”期间，规划范围内的城镇新增污水处理规模 4569 万立方米/日，总投资 1040 亿元，并且在重点流域、重要水源地等地区的污水处理设施应根据水质目标和总量控制要求，**选择具备除磷脱氮能力的工艺技术**。
- ◆ 加快污水处理升级改造：“十二五”期间，规划范围内的城镇升级改造污水处理规模 2611 万立方米/日，总投资 137 亿元，进一步提高对主要污染物的削减能力，**大力改造除磷脱氮功能欠缺、不具备生物处理能力的污水处理厂**。

图表4：“十二五”全国城镇新增污水处理规模



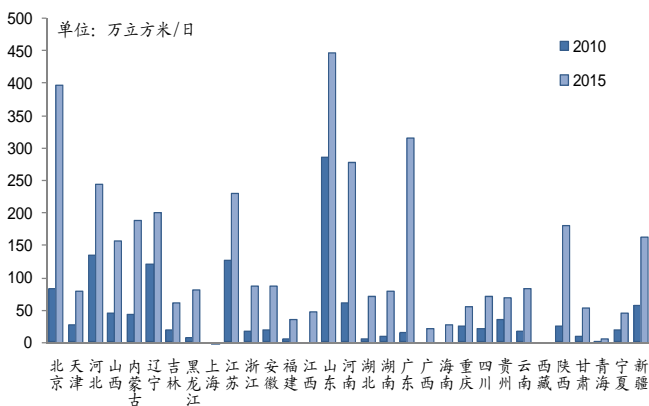
来源：国务院网站，国金证券研究所

图表5：“十二五”全国城镇升级改造污水处理规模



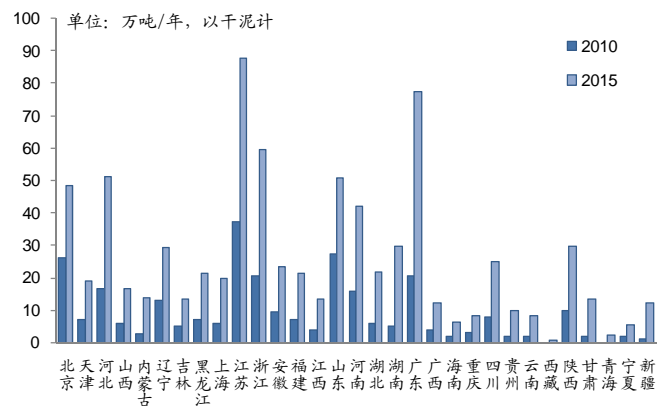
- ◆ 推动再生水利用和污泥设施建设：“十二五”期间，规划建设污水再生利用和污泥处置设施规模分别为 2676 万立方米/日和 518 万吨/年，总投资分别为 304 亿元和 347 亿元。

图表6：“十二五”全国新增城镇污水再生利用规模



来源：国务院网站，国金证券研究所

图表7：“十二五”全国新增城镇污泥处理处置规模

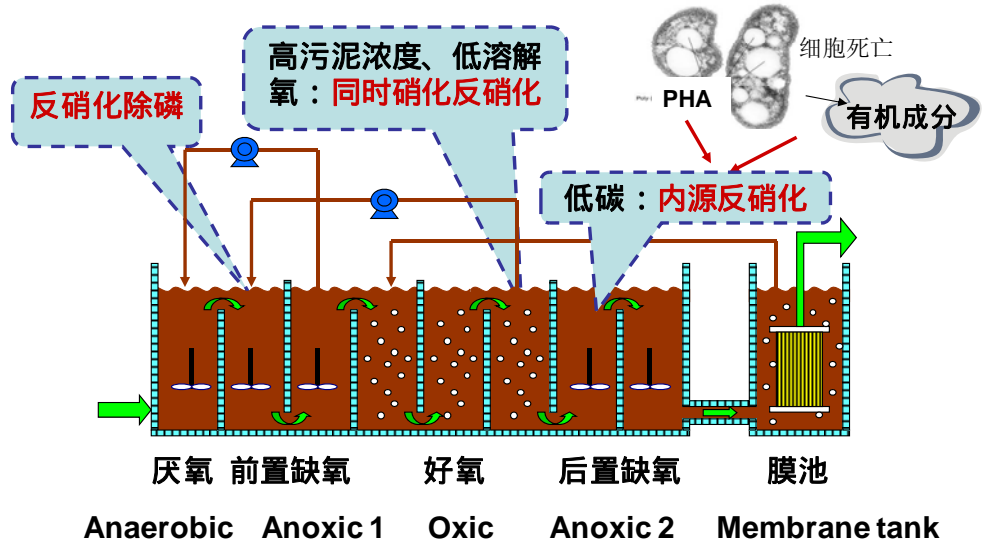


- 在传统生物脱氮除磷基础上，膜法水处理对城市污水脱氮除磷效果改进的潜力巨大，“十二五”规划的要求也将大大增加膜技术在市政污水处理领域推广的动力。

- ◆ MBR 针对氮磷含量高的污水设置缺氧/厌氧池，同时进入的还有膜池的回流活性污泥混合液，一般回流比为 2-3；缺氧/厌氧池的首要功能是脱氮除磷，反硝化菌利用污水中的有机物作为碳源，将膜池回流污泥中带入的大量 NO₃-和 NO₂-还原为 N₂ 并释放到空气中，BOD 浓度继续下降，NO₃-浓度也大幅度下降；聚磷菌利用有机物基质充分释磷，保证膜池中好氧过量吸磷已达到除磷的效果。

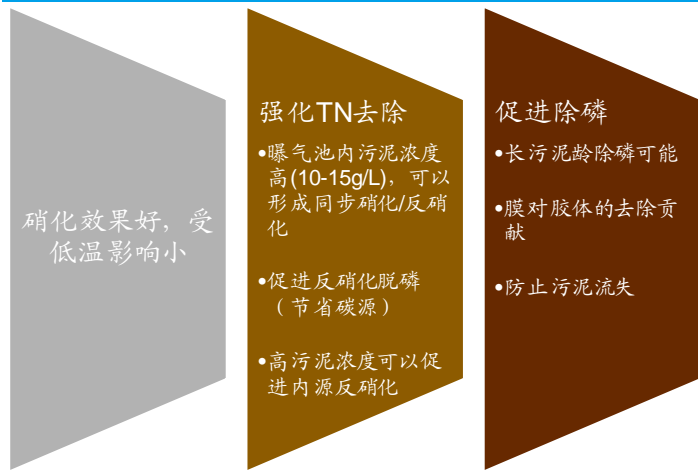
- ◆ MBR 工艺对脱氮是有利的，因为 MBR 易于实现长的 SRT，对生长缓慢的自养型硝化菌以及反硝化菌的增殖非常有利，大大提高整个系统的硝化速率；另外高浓度的污泥浓度也使得污泥颗粒变大，微观上在好氧池中产生缺氧（厌氧）/好氧环境，出现同一反应器内的同步硝化反硝化现象，大大提高了整个系统的脱氮速率，并减少回流硝酸盐含量，降低对生物吸磷的影响。
- ◆ MBR 上清液中，磷主要包括胶体磷和自由磷酸盐，膜能有效截留胶体磷，导致膜出水中含磷下降。

图表8: MBR 强化脱氮除磷工艺示意图



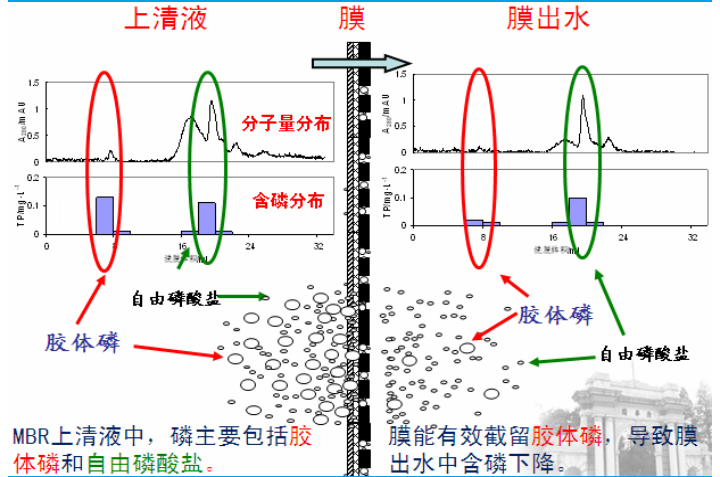
来源：国金证券研究所

图表9: MBR 强化脱氮除磷原理



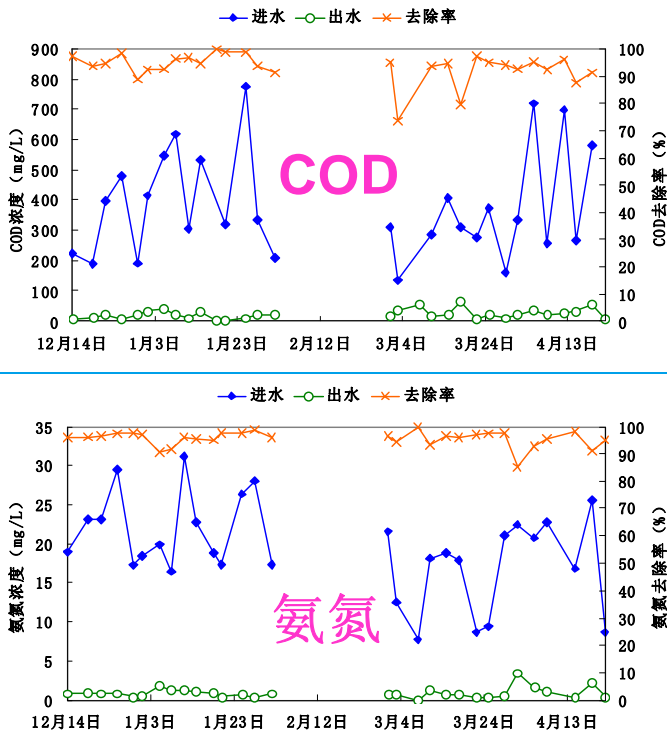
来源：清华大学 国金证券研究所

图表10: MBR 去除胶体磷示意图



- ◆ 从无锡硕放和城北污水处理厂采用的碧水源 MBR 强化脱氮除磷工艺实际运行效果来看，该工艺取得非常好的脱氮除磷效果。

图表11: 碧水源 MBR 强化脱氮除磷工艺脱氮除磷效果好

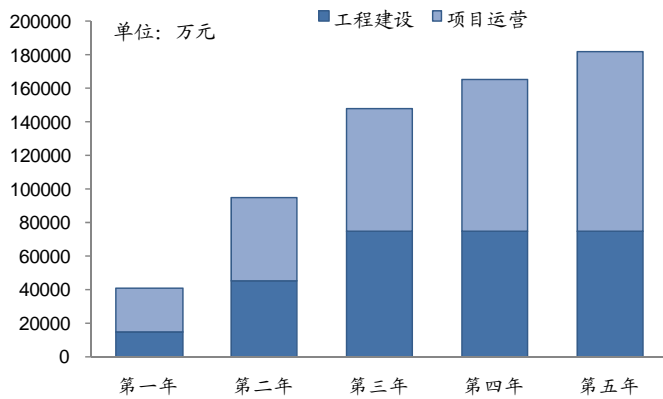


来源: 无锡城北污水处理厂 国金证券研究所

附录: 公司合资子公司业绩预测情况

1、云南水投碧水源(49%)业绩预测

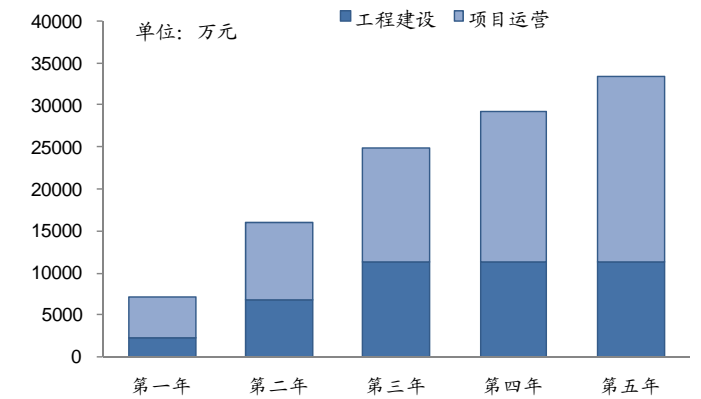
图表12: 云南水投碧水源经营收入预测



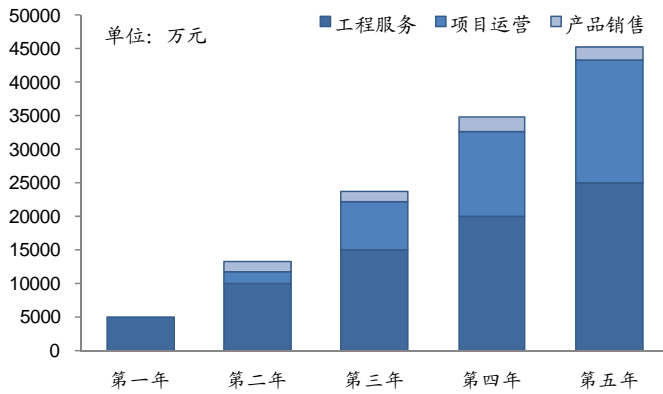
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2、益阳碧水源(72%)业绩预测

图表13: 云南水投碧水源经营净利润预测

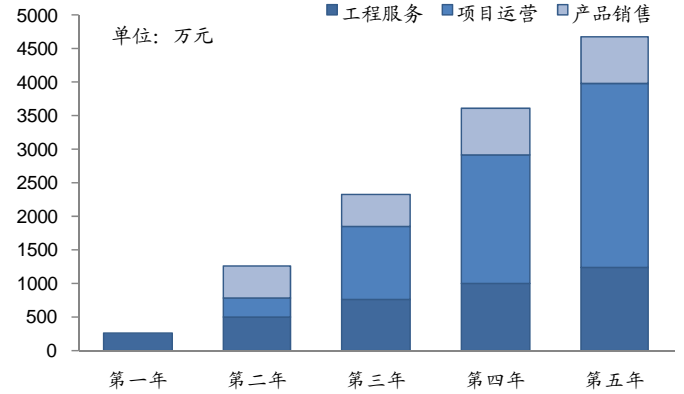


图表14: 益阳碧水源经营收入预测



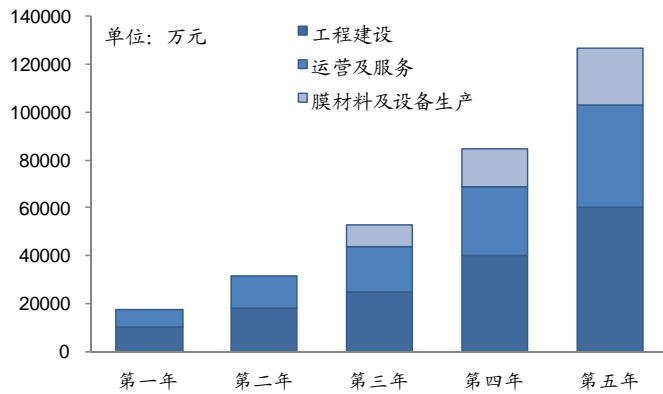
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表15: 益阳碧水源经营净利润预测



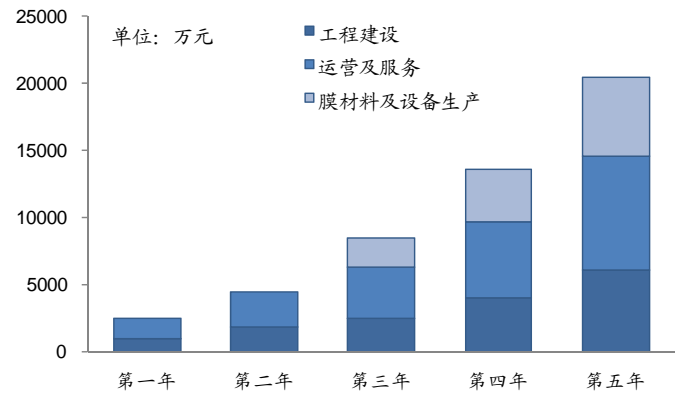
3、内蒙东源水务(49%)业绩承诺

图表16: 内蒙东源水务经营收入预测



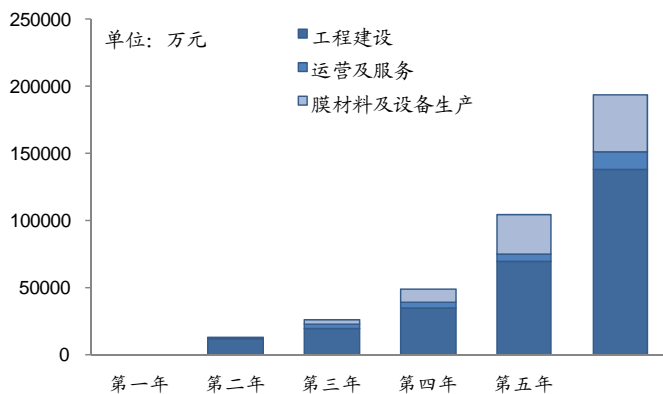
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表17: 内蒙东源水务经营净利润预测



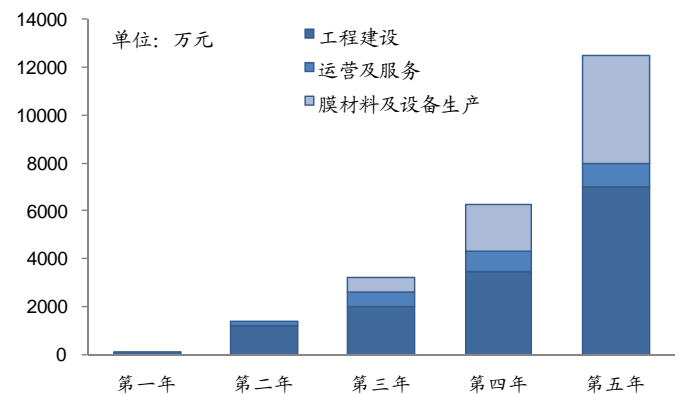
4、武钢碧水源(49%)业绩承诺

图表18: 武钢碧水源经营收入预测



来源: 公司公告, 国金证券研究所

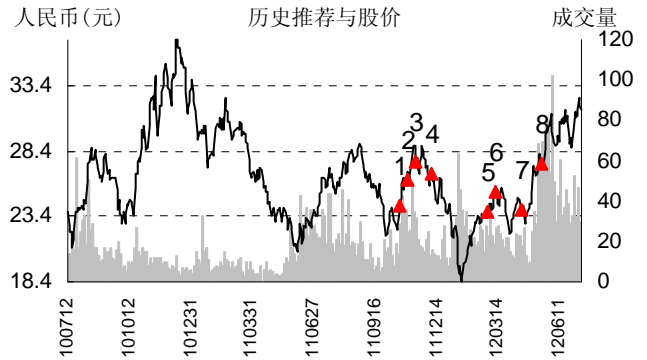
图表19: 武钢碧水源经营净利润预测



历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-10-26	增持	24.23	N/A
2	2011-11-06	增持	26.24	N/A
3	2011-11-16	增持	27.58	N/A
4	2011-12-07	增持	26.65	N/A
5	2012-02-28	增持	23.78	N/A
6	2012-03-12	增持	25.27	N/A
7	2012-04-17	增持	23.86	N/A
8	2012-05-17	增持	27.45	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B